

THỰC TIỄN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

BÙI THANH *

Kể từ phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/7/2000 đến nay, thị trường chứng khoán (TTCK) VN đã có hơn 10 năm hoạt động và có những chuyển biến tích cực, tuy nhiên, hiện vẫn là thị trường mới hình thành, đang ở giai đoạn “làm quen” về hệ thống luật lệ, về ý thức chấp hành và trình độ nghiệp vụ. Học tập mô hình quản lý của các nước và rút ra bài học từ thực tiễn vận động của thị trường cũng như từ thực tiễn công tác quản lý của nhà nước đối với TTCK là điều cần thiết để phát triển bền vững và hiệu quả TTCK VN trong tương lai.

1. Thực tiễn quản lý nhà nước đối với TTCK ở một số nước

1.1 Về xây dựng và hoàn thiện khuôn khổ pháp luật

- Xây dựng và ban hành Luật chứng khoán (CK): Chính phủ các nước đều chú trọng xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý về TTCK bởi đây là một trong những điều kiện quan trọng và không thể thiếu được để phát triển TTCK. Thực tế cho thấy sau khi khung pháp lý về CK và TTCK được xây dựng khá đầy đủ với sự ra đời của Luật CK thì TTCK của các nước mới có thể thực sự hoàn thiện và phát triển (Trung Quốc, Thái Lan, Hàn Quốc, Mỹ...). Hầu hết các nước đều xây dựng Luật CK sau khi TTCK tập trung đã được hình thành và vận hành một khoảng thời gian nhất định; do vậy, các quy định trong Luật CK khá gần gũi, gắn kết với thực tế hoạt động của TTCK và có tính ổn định khá cao.

Năm 1948, Nhật đã ban hành Bộ luật CK dựa trên cơ sở Luật CK Mỹ (năm 1933) và Luật giao dịch CK (năm 1934). Ngoài ra, Nhật cũng đã ban hành các luật có liên quan khác như: Luật công ty CK nước ngoài (năm 1971), Luật đầu tư CK tín thác (năm 1954), Luật liên quan đến nghiệp vụ lưu ký và ghi sổ chứng chỉ cổ phiếu, Luật quản lý hoạt động tư vấn đầu tư CK (năm 1986)... Hệ thống luật về CK và các luật liên quan của Nhật khá hoàn chỉnh, tạo nên môi trường pháp lý thuận tiện cho quản lý nhà nước đối với TTCK Nhật. Luật CK và giao dịch CK Nhật thường xuyên được sửa đổi, bổ sung nhằm thích hợp với sự phát triển của TTCK theo từng giai đoạn lịch sử khác nhau.

- Quy định pháp lý đối với cơ quan quản lý đầu ngành CK và TTCK: Ở hầu hết các quốc gia, cơ quan quản lý đầu ngành TTCK đều được thành lập theo các điều khoản của một hay một số đạo luật về CK hay đạo luật liên quan đến CK. Chẳng

*: Học viện Chính trị - Hành chính Quốc gia Hồ Chí Minh

hạn, luật CK của các nước Hàn Quốc, Trung Quốc, Nhật, Mỹ, Thái Lan, Ba Lan... đều có nội dung quy định về cơ quan quản lý đầu ngành CK và TTCK, trong đó các vấn đề về mô hình tổ chức, chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và các vấn đề liên quan khác của cơ quan này đều được quy định cụ thể và rõ ràng trong luật.

Ví dụ ở Hàn Quốc, luật pháp đã thúc đẩy thị trường vốn, trong đó chú ý đến chính sách khuyến khích của nhà nước đối với các công ty niêm yết trên TTCK. Với quan điểm điều hành TTCK rất linh hoạt, nhà nước Hàn Quốc đã có những thay đổi phù hợp với thực tế để điều chỉnh trong khuôn khổ pháp lý, nhằm giải quyết được yêu cầu của TTCK, đồng thời tránh được xu hướng cứng nhắc, bị động... Nhờ vai trò điều hành bằng luật pháp của Hàn Quốc khá hiệu quả, nên TTCK Hàn Quốc đã có sự phát triển liên tục.

- Về việc mở cửa thị trường và thu hút đầu tư nước ngoài (ĐTNN): Mặc dù việc mở cửa TTCK và thu hút ĐTNN để phát triển thị trường và hội nhập quốc tế là một tất yếu khách quan, song mỗi quốc gia đều có con đường, cách thức và lộ trình mở cửa khác nhau. Tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế-xã hội, yêu cầu hội nhập và tình hình TTCK ở mỗi nước mà chính phủ nước đó có thể đưa ra lộ trình và chính sách mở cửa thích hợp. Tiến trình mở cửa TTCK phổ biến ở các nước như Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc...: ban đầu chính phủ sử dụng những ràng buộc, hạn chế để kiểm soát các nhà đầu tư nước ngoài nhằm bảo hộ đầu tư trong nước và đảm bảo an toàn cho thị trường, sau đó từng bước nới lỏng những ràng buộc, cuối cùng sẽ gỡ bỏ hoàn toàn những rào cản để thực hiện tự do hoá đầu tư quốc tế.

Ví dụ: cho đến năm 1972, chính phủ Nhật mới cho phép các công ty CK nước ngoài tham gia TTCK. Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia mới chỉ cho phép các nhà ĐTNN tham gia vào TTCK trong những năm gần đây và khống chế ở tỷ lệ nhất định (Indonesia cho phép người nước ngoài được đầu tư tối đa 49% số cổ phiếu được niêm yết của một công ty và các công ty nước ngoài chỉ được phép liên doanh với các công ty CK nội địa với tỷ lệ góp vốn là 85%).

1.2 Về tổ chức, điều hành và giám sát TTCK

- Vấn đề giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm của cơ quan quản lý nhà nước về TTCK: Phần lớn luật pháp của các nước đều đề cao thẩm quyền của cơ quan quản lý đầu ngành CK và TTCK trong việc giám sát, thanh tra và xử lý các vi phạm trên TTCK. Luật CK của nhiều nước (Mỹ, Nhật, Trung Quốc, Thái Lan...) cho phép Ủy ban CK có đầy đủ thẩm quyền trong giám sát, thanh tra, điều tra, tố tụng hình sự và cưỡng chế thực thi pháp luật.

Ví dụ ở Mỹ, Ủy ban CK và giao dịch Mỹ (SEC) được thành lập với mô hình tổ chức và địa vị pháp lý như một Bộ trong chính phủ nước này. SEC có trụ sở chính ở Washington, gồm 4 cục, 18 phòng ban, 11 văn phòng đại diện trên cả nước và khoảng 3.100 nhân viên. SEC có chức năng điều hành và giám sát việc thực thi các điều luật liên quan đến ngành CK, đồng thời tiến hành các biện pháp trừng phạt các vi phạm nhằm đảm bảo các văn bản luật về CK và TTCK được tuân thủ một cách nghiêm túc và công bằng. Ngoài ra, SEC còn có quyền hưởng một số khoản thu từ TTCK để trang trải các chi phí hoạt động. Mô hình tổ chức và quản lý TTCK ở Mỹ được phân chia làm 2 cấp, đó là cấp quản lý nhà nước được thể hiện tập trung qua các chức năng của SEC và các cấp tổ chức tự quản. Các tổ chức tự quản ở Mỹ rất phát triển, bao gồm các Sở giao dịch CK (SGDCK), sở giao dịch hợp đồng tương lai, Hiệp hội các nhà kinh doanh CK quốc gia (NASD). Họ được đề cao vai trò tự quản, song vai trò quản lý vĩ mô của SEC vẫn rất quan trọng nhằm tạo ra sự phát triển bền vững của TTCK. Việc thiết lập cơ quan quản lý TTCK với cơ cấu hai bộ phận nêu trên đã tạo ra sự quản lý nhà nước khá vững chắc về các mặt hoạt động của TTCK. Điều này cũng chứng tỏ chính phủ Mỹ đánh giá rất cao vai trò của TTCK trong nền kinh tế, đồng thời chú trọng công tác quản lý TTCK, trong đó rất coi trọng chủ thể quản lý nhà nước, đó là cơ quan quản lý.

- Quản lý và công khai hoá thông tin trên TTCK: Việc công khai hoá thông tin có tầm quan trọng rất lớn đối với các đối tượng thu hút đầu tư hoặc kinh doanh CK. Để bảo đảm tính minh

bạch của thông tin, nhiều nước ngăn cản một số đối tượng lợi dụng quyền lực, khả năng tiếp cận các nguồn thông tin nội bộ để thực hiện mua bán nội gián nhằm mục đích trục lợi, hoặc thông báo những thông tin sai lệch gây hiểu lầm cho nhà đầu tư.

Tại Mỹ, hệ thống thông tin của TTCK Mỹ được SEC quản lý, giám sát dựa trên một bộ khung pháp luật công bằng, nghiêm minh và minh bạch. Yếu tố quản lý chuyên nghiệp và kiểm soát thông tin chặt chẽ đã giúp TTCK Mỹ (tuy ra đời sau một số TTCK ở châu Âu) vươn lên ở vị trí dẫn đầu. Một điều rất đáng quan tâm ở thị trường này đó là sự xuất hiện của các công ty bảo vệ người đầu tư. Những công ty này có khả năng giúp nhà đầu tư có sức mạnh chống lại các hành vi công bố thông tin sai trái, thông tin không trung thực làm ảnh hưởng đến quyền lợi của nhà đầu tư.

2. Thực tiễn quản lý nhà nước đối với TTCK VN

TTCK VN là thị trường mới hình thành, vẫn đang ở giai đoạn “làm quen” về hệ thống luật lệ, về ý thức chấp hành và trình độ nghiệp vụ. Tất cả những vấn đề này làm cho TTCK VN có những vấn đề mới và khác các nước. Các nước có nền kinh tế thị trường hoàn chỉnh, từ thấp lên cao, hệ thống luật lệ hình thành tương đối rõ. Còn VN thì chuyển từ nền kinh tế kế hoạch tập trung sang, TTCK mới được hình thành và hệ thống luật lệ cũng đang hoàn chỉnh. Sự hiểu biết của người chơi CK, người tham gia TTCK, người điều hành CK, người quản lý hệ thống CK cũng ở giai đoạn bước đầu. Chính vì vậy, quản lý nhà nước đối với TTCK của VN đang bộc lộ một số nhược điểm lớn:

- Về khung pháp lý, thể chế chính sách

Cùng với việc hoàn thiện tổ chức bộ máy quản lý nhà nước về TTCK thì Chính phủ cũng có những động thái hoàn thiện khung khổ pháp luật để hoạt động quản lý nhà nước đạt hiệu quả cao nhất. Về cơ bản, hiện nay, khung pháp lý về CK và TTCK ở VN được cấu thành bởi 2 nhóm văn bản: nhóm văn bản pháp luật chung có liên quan

đến lĩnh vực CK và TTCK và nhóm văn bản pháp luật chuyên ngành CK và TTCK. Đặc biệt, kể từ khi Luật CK được Quốc hội ban hành ngày 29/6/2006 và có hiệu lực thi hành kể từ ngày 01/01/2007, đã tạo lập được khuôn khổ pháp lý cao, đồng bộ và thống nhất cho hoạt động của TTCK, từng bước loại bỏ những mâu thuẫn, xung đột với các văn bản pháp luật khác có liên quan (về cơ bản thống nhất với Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư); phù hợp hơn với luật pháp, thông lệ quốc tế, tạo nền tảng cho TTCK VN có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực; tăng cường tính công khai minh bạch cho thị trường và nâng cao khả năng quản lý giám sát thị trường của cơ quan quản lý nhà nước.

Tuy nhiên, bên cạnh kết quả đã đạt được thì khung pháp luật, chính sách, công cụ còn thiếu, chưa nhất quán và chậm được triển khai. Sự thiếu hụt chính sách và công cụ phần lớn diễn ra ở các văn bản dưới luật hoặc văn bản hướng dẫn thi hành. Luật CK vẫn còn hẹp về phạm vi điều chỉnh, mới chỉ bao hàm những nội dung cơ bản và chưa bao quát mọi hoạt động trên TTCK theo thông lệ quốc tế; một số quy định của văn bản hướng dẫn Luật CK còn chồng chéo, chưa thống nhất với các văn bản pháp luật khác; việc ban hành các quy định pháp lý nhìn chung đều có độ trễ so với mục tiêu đề ra, đồng thời, nhiều quy định tại Luật CK chưa được hướng dẫn thực hiện, giữa khung khổ pháp lý điều chỉnh và thực tiễn vận động của TTCK còn lệch và khập khiễng... Các văn bản pháp luật chuyên ngành CK và TTCK được xây dựng trong điều kiện VN chưa có TTCK chính thức. Nhà nước đã chủ động xúc tiến các điều kiện, cơ sở để thành lập và vận hành TTCK, cho nên việc xây dựng các cơ sở pháp lý ban đầu về CK và TTCK được nhà nước triển khai trước khi TTCK tập trung được chính thức thành lập - đây là một khác biệt khiến TTCK VN “khác” với các nước trên thế giới. Chính sự khác biệt này một mặt cho thấy nỗ lực của Chính phủ VN trong việc xây dựng và phát triển TTCK, mặt khác lại là nguyên nhân dẫn đến những hạn chế trên của khung pháp lý.

- Về tổ chức, điều hành và giám sát hoạt động trên TTCK

Ngày 29/6/2006, Quốc hội đã thông qua Luật CK số 70/QH 11 áp dụng từ ngày 1/1/2007 bao gồm 11 chương, 136 điều quy định toàn diện các hoạt động trên TTCK; trong đó Chương 9 đề cập về hoạt động thanh tra và xử lý vi phạm. Ngày 24/11/2010, Quốc hội đã biểu quyết thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật CK, trong đó tập trung sửa đổi, bổ sung 20 điều và bãi bỏ 1 điều trong tổng số 136 điều của Luật CK hiện hành.

Nội dung sửa đổi đã khắc phục được một số vấn đề bất cập như: hạn chế tình trạng lũng đoạn thị trường thông qua việc bổ sung hành vi vi phạm trong kinh doanh CK; khuyến khích và đẩy mạnh giao dịch CK trên thị trường có tổ chức trên cơ sở quy định điều kiện chào bán CK ra công chúng; bổ sung đối tượng cũng như nội dung công bố thông tin trên TTCK; mở rộng đối tượng áp dụng quy định về quản trị công ty theo quy định của cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền; điều chỉnh, bổ sung một số hoạt động của công ty CK, công ty quản lý quỹ, một số sản phẩm mới, một số điều kiện phát hành CK. Đây là văn bản pháp lý cao nhất để thực hiện thanh tra giám sát hoạt động trên TTCK. Trên cơ sở chức năng và nhiệm vụ quy định, Bộ Tài chính, Ủy ban CK nhà nước (UBCKNN), các SGDCK đã thực hiện thanh tra, giám sát TTCK từ đầu vào đến đầu ra trên thị trường. Hai SGDCK TP.HCM và Hà Nội đã triển khai một hệ thống giao dịch, giám sát mới nhằm giám sát chặt chẽ hơn nữa những thông tin bất thường, giao dịch không hợp pháp trên thị trường.

Tuy có nhiều cố gắng, song nhìn chung chức năng giám sát và điều hành chưa đáp ứng yêu cầu của quản lý nhà nước đối với TTCK, chất lượng kiểm soát báo cáo tài chính của nhiều công ty kiểm toán không được bảo đảm; tình trạng tùy tiện trong công bố thông tin, thông tin chậm, thiếu chính xác, không trung thực; chưa được quản lý hiệu quả; hệ thống giám sát còn thủ công, chế tài xử phạt còn nhẹ khiến cho vi phạm vẫn còn “đắt sống”, khiến cho TTCK biến động mạnh, thậm chí là bất thường gây lo ngại cho các

nhà đầu tư. Theo số liệu thống kê của UBCKNN, nếu như năm 2007 số vụ việc vi phạm trong lĩnh vực CK và TTCK chỉ dừng ở con số 82 vụ, năm 2008 là 135 vụ thì trong năm 2009 số vụ vi phạm đã tăng lên 170 vụ. Có thể thấy, cùng với sự phát triển của thị trường, những hành vi vi phạm vẫn không ngừng tăng lên. Và vụ việc của Dược Viên Đông là một bài học cảnh tỉnh, một thông điệp buộc phải được nhìn nhận nghiêm túc từ người quản lý, người môi giới và người tham gia.

Bên cạnh đó, Nhà nước cũng dành những ưu đãi tài chính tương đối thuận lợi để khuyến khích và tạo điều kiện để TTCK phát triển bền vững như: Thông tư số 100/2004/TT-BTC về thuế đối với lĩnh vực CK; Thông tư số 129/2008/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn thi hành một số điều của Luật thuế giá trị gia tăng và hướng dẫn thi hành Nghị định số 123/2008/NĐ-CP của Chính phủ trong đó quy định kinh doanh CK bao gồm: môi giới CK, tự doanh CK, bảo lãnh phát hành CK, tư vấn đầu tư CK, lưu ký CK, quản lý quỹ đầu tư CK, quản lý danh mục đầu tư CK, dịch vụ tổ chức thị trường của các sở hoặc trung tâm giao dịch CK, các hoạt động kinh doanh khác theo quy định của pháp luật về CK không phải chịu thuế GTGT; hay như Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, Luật thuế thu nhập cá nhân có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2009... là những công cụ hữu hiệu để Chính phủ quản lý TTCK bền vững, góp phần quan trọng tạo nên tính hiệu quả, công bằng, đối với công chúng và các nhà đầu tư CK.

Tuy nhiên, trong chính sách thuế đối với lĩnh vực CK vẫn tồn tại một số điểm chưa thực sự hợp lý như chưa đề cập đến một số hoạt động cần được khuyến khích phát triển như định mức tín nhiệm, hoạt động của công ty đầu tư... còn “bỏ sót” quy định thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp đối với trái tức thu được của tổ chức ĐTNN. Việc thay đổi chính sách của cơ quan quản lý nhà nước qua các thời kỳ cho phù hợp với tình hình kinh tế-xã hội là điều không thể tránh khỏi nhưng cần tính đến thời điểm, nếu chính sách không kịp thời thay đổi sẽ tạo hiệu ứng tâm lý xấu cho các nhà đầu tư và gây khó khăn cho sự phát triển của TTCK VN.

Đối chiếu với các nhóm tiêu chí đánh giá quản lý nhà nước đối với TTCK thì nhược điểm chủ yếu nằm ở khâu nội dung quản lý phát hành, kiểm tra giám sát giao dịch kinh doanh CK, điều hành thị trường còn khoảng cách khá xa so với yêu cầu phát triển TTCK lành mạnh, để góp phần tạo kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế. Các hạn chế trong công tác quản lý nhà nước đối với TTCK VN trong thời gian qua đã đề cập ở trên được bắt nguồn từ cả những nguyên nhân khách quan và chủ quan, trong đó nhân tố quản lý của nhà nước đóng vai trò then chốt.

3. Bài học kinh nghiệm cho VN

Để TTCK VN có thể phát triển lành mạnh, bền vững, phát huy tối đa tiềm năng và vai trò của mình trong nền kinh tế thì công tác quản lý, điều hành TTCK ở nước ta trong thời gian tới cần lưu ý một số điểm sau:

Thứ nhất, về xu hướng vận động và phát triển của các mô hình tổ chức cơ quan quản lý TTCK: Mỗi mô hình đều có những ưu điểm và hạn chế nhất định, tuy nhiên, trong từng giai đoạn phát triển, tùy theo điều kiện kinh tế-xã hội, lịch sử và thực trạng phát triển của TTCK mà lựa chọn mô hình cho phù hợp. Tuy vậy, bước đi phổ biến ở nhiều nước (Trung Quốc, Thái Lan, Nhật...) cho thấy ban đầu các nước này thường chọn mô hình trực thuộc, khi TTCK phát triển đến một trình độ nhất định thì chuyển sang mô hình độc lập, sau cùng sẽ tiến tới mô hình độc lập hoàn toàn.

Ở VN, khi mới thành lập, UBCKNN là cơ quan quản lý độc lập, trực thuộc Chính phủ. Tuy nhiên, đến ngày 19/2/2004, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP về việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính. Việc đưa UBCKNN vào trực thuộc và trở thành một bộ phận của Bộ Tài chính trong tình hình hiện nay ở VN có những ưu điểm nhưng cũng có những hạn chế, gây ra sự chông chéo giữa các đơn vị trong Bộ Tài chính cùng tham gia quản lý TTCK, dễ dẫn đến sự trì trệ trong công tác quản lý và điều hành; phạm vi hoạt động và quyền hạn của UBCKNN bị thu hẹp; các hoạt động của TTCK sẽ

phải chịu nhiều khâu trung gian trong hoạt động quản lý.

Trong tương lai, thị trường cần một cơ quan quản lý độc lập, trực thuộc Chính phủ, để có đầy đủ các thẩm quyền, điều kiện và khả năng ban hành các văn bản pháp quy nhằm xử lý nhanh, nhạy các vấn đề phức tạp nảy sinh trong thực tiễn giống như mô hình trước đây thay vì mô hình một Ủy ban (cấp Nhà nước) lại trực thuộc Bộ (Bộ Tài chính), phải qua quá nhiều tầng, nấc như hiện nay.

Thứ hai, về khung pháp lý điều chỉnh TTCK: Khác với điều kiện của các nước (khung pháp lý thường hình thành song song với TTCK và là đòi hỏi tự nhiên của thị trường), ở VN khuôn khổ luật pháp lại được hình thành trước do yêu cầu quản lý, vì vậy thường phải điều chỉnh. Là nước đi sau, VN đã chủ động học hỏi kinh nghiệm ban hành luật pháp của các quốc gia đi đầu trong lĩnh vực này như Luật CK được xây dựng trên cơ sở tham khảo học hỏi và kế thừa Luật CK Mỹ đồng thời chú ý đến điều kiện áp dụng ở trong nước. Nhận thức rõ điều này, Chính phủ đã giao cho UBCKNN thu thập ý kiến để từng bước điều chỉnh cho phù hợp với thực tiễn nước ta. Mặt khác, khi điều chỉnh Luật CK các cơ quan quản lý nhà nước phải nhanh chóng soạn thảo các văn bản dưới luật để nhanh chóng đưa luật vào thực tiễn. Ngoài ra cần chú trọng các hoạt động để bảo đảm tính nghiêm minh của luật pháp trên thị trường.

Thứ ba, về giám sát và điều hành hoạt động của TTCK: Kinh nghiệm về bộ máy giám sát và tính độc lập của hệ thống này là bài học quý báu đối với VN. Các cơ quan quản lý nhà nước cần được giao đầy đủ quyền hạn và trách nhiệm để có thể thực hiện tốt vai trò và chức năng của mình. Tính đặc thù của giám sát TTCK - một thể chế tài chính bậc cao, sôi động và linh hoạt thì xu hướng chung là các quốc gia đều sử dụng các chuẩn mực quốc tế và các phương tiện, thiết bị hiện đại để theo dõi, phát hiện kịp thời. TTCK VN cũng không nằm ngoài quy luật đó. Để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, cần có quy định về chế độ cung cấp thông tin cập

nhật, kịp thời, chính xác và trách nhiệm pháp lý của người cung cấp thông tin cho thị trường.

Cần hiện đại hóa các phương tiện công bố thông tin và đa dạng hóa phương pháp công bố thông tin trên các SGDCK. Song song với việc hoàn thiện hệ thống cung cấp thông tin qua Internet để cung cấp tất cả những thông tin về thị trường và các thông tin có liên quan đến tổ chức niêm yết, cần khẩn trương xây dựng mạng lưới truyền thông (Broadcasting Network), mạng tin nhắn RSS để phục vụ cho việc cung cấp thông tin trực tiếp từ tổ chức niêm yết đến các công ty CK thành viên và hệ thống mạng điện thoại trả lời tự động (Audio Automatic Response System) các thông tin do nhà đầu tư yêu cầu.

Để kiểm soát rủi ro, cần nâng cao tiêu chuẩn niêm yết trên cả hai SGDCK. Theo đó, đối với HOSE, một công ty muốn niêm yết phải có lịch sử hoạt động 5 năm, số vốn thực góp phải đạt 200 tỷ đồng, chỉ số ROE bình quân 3 năm gần nhất tối thiểu 15%, số cổ đông tối thiểu 1.000 cổ đông. Tương tự, tiêu chuẩn niêm yết tại HNX lần lượt là 3 năm, 100 tỷ đồng, 10% và 500 cổ đông. Các cổ phiếu đã niêm yết tại HOSE nhưng không đạt tiêu chuẩn niêm yết mới sẽ chuyển sang niêm yết tại HNX, các cổ phiếu không đạt tiêu chuẩn tại HNX sẽ chuyển sang giao dịch tại thị trường UPCOM.

Trong một thị trường được xem là minh bạch, các thông tin để xác định các điều kiện cung cầu tiềm tàng của thị trường phải đầy đủ và sẵn có. Những thông tin này sẵn có đối với tất cả thành viên tham gia thị trường ở cùng một thời điểm, nghĩa là tất cả các thành viên tham gia giao dịch đều có cơ hội tiếp cận thị trường như nhau. Vì vậy, việc không cung cấp thông tin về giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (trong phiên giao dịch) tại HOSE hoặc việc thu phí cung cấp thông tin cho gói tin đầy đủ đối với các công ty CK thành viên (đã đóng phí thành viên, phí giao dịch) là các bất hợp lý cần phải chấm dứt.

Thứ tư, về chính sách và công cụ quản lý đối với TTCK: Tuỳ thuộc vào đặc điểm kinh tế - xã hội, yêu cầu hội nhập và tình hình TTCK ở mỗi nước mà Chính phủ có thể đưa ra lộ trình và chính sách mở cửa thích hợp. Khi TTCK mới đi

vào hoạt động, đa phần chính phủ các nước đều sử dụng những ràng buộc, hạn chế để kiểm soát các nhà đầu tư nước ngoài nhằm bảo hộ đầu tư trong nước và đảm bảo an toàn cho thị trường, sau đó từng bước nới lỏng những ràng buộc, cuối cùng sẽ gỡ bỏ hoàn toàn những rào cản để thực hiện tự do hoá đầu tư quốc tế.

VN là nước mới chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, đang rất cần vốn để đầu tư và phát triển, bên cạnh việc huy động vốn thông qua khuyến khích đầu tư trực tiếp nước ngoài và nguồn vốn hỗ trợ phát triển cũng cần có chính sách huy động vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, có thể thông qua hình thức đầu tư vào CK, nhưng bước đầu không nên áp dụng rộng rãi để tránh các rủi ro. Do đó, trong thời gian đầu chỉ cho phép nhà đầu tư nước ngoài mua một tỷ lệ nhất định khoảng 30% số cổ phiếu được niêm yết của một công ty. Còn đối với công ty CK nước ngoài, để tránh tình trạng họ chỉ phôi và lũng đoạn TTCK nội địa, chỉ cho phép họ liên doanh với một công ty CK VN với tỷ lệ góp vốn hạn chế khoảng 30%.

Cùng với chính sách mở cửa thị trường, để phát triển TTCK, Nhà nước cần có sự thay đổi chính sách kinh tế vĩ mô để chuyển đổi và tái cơ cấu lại nền kinh tế, hoàn thiện các chính sách tài chính nhất là các công cụ cảnh báo an toàn tài chính của các cơ quan trung gian, các doanh nghiệp tham gia thị trường và vai trò của ngân hàng trong phát triển TTCK■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Tạp chí *Kinh tế và dự báo*, số 6/2010.
2. Tạp chí *Cộng sản*, số 4/2008.
3. Tạp chí *Kinh tế và phát triển*, số 8/2010.
4. Website: www.thesaigontimes.vn; www.cafef.vn.